

**ANALISIS PENGARUH MARKET VALUE ADDED,
OPERATING INCOME, EARNING PER SHARE
TERHADAP RETURN SAHAM
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR
DI BURSA EFEK JAKARTA**



Tesis

**Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Pascasarjana
pada program Magister Manajemen Pascasarjana
Universitas Diponegoro**

Disusun Oleh :

**GAYUH ANDANG RACHMADIANTO
NIM. C4A000236**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2002**

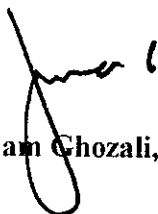
PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :

**ANALISIS PENGARUH MARKET VALUE ADDED,
OPERATING INCOME, EARNING PER SHARE
TERHADAP RETURN SAHAM
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR
DI BURSA EFEK JAKARTA**

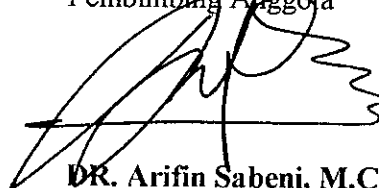
yang disusun oleh Gayuh Andang Rachmadianto, NIM C4A000236
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 25 November 2002
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama



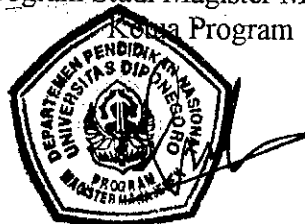
DR. Imam Ghozali, M.Com, Akt.

Pembimbing Anggota



DR. Arifin Sabeni, M.Com, Akt.

Semarang, Desember 2002
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Kelembagaan Program



Prof. DR. Suyudi Mangunwihardjo



Sertifikat

Saya, Gayuh Andang Rachmadianto, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya

Gayuh Andang Rachmadianto

18 November 2002

KATA PENGANTAR

Pertama-tama penulis panjatkan kehadirat Allah SWT karena dengan rahmat dan hidayahnya penulis dapat menyelesaikan penulisan tesis yang berjudul "Analisa Pengaruh Market Value Added, Operating Income dan Earning Per Share terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta".

Adapun penulisan tesis ini adalah sebagai syarat untuk mendapatkan gelar Strata 2 Magister Manajemen pada Program Pascasarjana Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.

Selama proses penyusunan tesis ini, penulis telah banyak mendapatkan bantuan dari berbagai pihak, sehingga dalam kesempatan penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih yang sebesar-besarnya kepada :

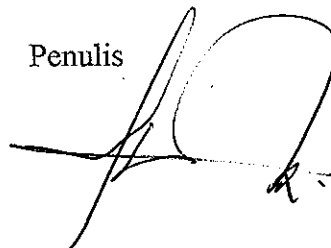
1. Prof. DR. Suyudi Mangunwihardjo sebagai Ketua Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
2. DR. Imam Ghozali, M.Com. Akt., selaku Pembimbing Utama yang telah memberikan bimbingan dan saran-saran yang amat berguna bagi penulis dalam menyelesaikan tesis ini.
3. DR. Arifin Sabeni, M.Com. Akt., selaku Pembimbing Anggota yang telah memberikan bimbingan dan pengarahan dalam penyelesaian tesis ini.
4. Seluruh dosen Program Studi Magister Manajemen yang telah memberikan ilmunya kepada penulis selama penulis mengikuti program Magister Manajemen ini.
5. Seluruh staf baik bagian akademis dan administrasi Program Studi Magister Manajemen yang telah memberikan bantuan administrasi penulis dalam menempuh studi dan menyelesaikan program magister ini.
6. Papa dan mama tercinta, yang selalu memberikan dorongan moril maupun materiil demi kemajuan pendidikan penulis.
7. Kakakku dan istrinya, Wawang dan Ivo, dan keponakanku tersayang Cessaro Ikhsan yang telah memberikan semangat kepada penulis dalam menyelesaikan studi ini.
8. Seluruh rekan-rekan Angkatan XIV kelas B sore, terima kasih atas kerjasama dan kekompakannya dalam menempuh dan menyelesaikan program S2 ini.
9. Seluruh sahabat dan teman-teman penulis yang tidak dapat penulis sebutkan satu-persatu, terima kasih atas kebersamaannya selama ini.
10. Seluruh Pimpinan PT. Siba Surya, tempat penulis bekerja yang telah memberikan waktu kepada penulis untuk dapat menyelesaikan program S2 ini.

Penulis menyadari bahwa penulisan tesis ini adalah sangat jauh dari sempurna, karena keterbatasan yang penulis miliki. Oleh karena itu kritik dan saran yang membangun penulis harapkan untuk sempurnanya tesis ini.

Akhir kata, semoga tesis ini dapat berguna baik bagi masa depan penulis dan seluruh pihak yang dapat memanfaatkan tesis ini untuk kepentingan akademik dalam bidang manajemen keuangan.

Semarang, Desember 2002

Penulis



DAFTAR ISI

| | |
|--|----------|
| Halaman judul..... | i |
| Halaman Persetujuan | ii |
| Halaman Pengesahan..... | iii |
| Sertifikat | iv |
| Daftar isi | |
| Daftar tabel | |
| Daftar gambar | |
| Abstraksi | |
| BAB I. PENDAHULUAN..... | 1 |
| 1.1. Latar Belakang..... | 1 |
| 1.2. Perumusan Masalah..... | 7 |
| 1.3. Tujuan Penelitian..... | 7 |
| 1.4. Kegunaan Penelitian..... | 8 |
| BAB II. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS | 9 |
| 2.1. Telaah Pustaka..... | 9 |
| 2.1.1. Harga Saham dan Kinerja Perusahaan..... | 9 |
| 2.1.1.1. Harga Saham..... | 9 |
| 2.1.1.2. Return Saham..... | 12 |
| 2.1.1.3. Hubungan Harga Saham dan Kinerja Perusahaan..... | 13 |

| | |
|---|---------------|
| 2.1.2. Market Value Added (MVA)..... | 16 |
| 2.1.3. Earning Per Share (EPS)..... | 18 |
| 2.1.4. Operating Income (OI)..... | 19 |
| 2.1.5. Hubungan Market Value Added dengan Return Saham..... | 20 |
| 2.1.6. Hubungan Operating Income dengan Return Saham..... | 20 |
| 2.1.7. Hubungan Earning Per Share dengan Return Saham..... | 21 |
| 2.2. Penelitian Terdahulu..... | 22 |
| 2.3. Hipotesis dan Kerangka Pemikiran Teoritis..... | 28 |
| 2.4. Definisi Operasional Variabel..... | 29 |
| BAB III. METODE PENELITIAN | 32 |
| 3.1. Jenis Penelitian..... | 32 |
| 3.2. Populasi dan Penentuan Sampel..... | 32 |
| 3.3. Jenis dan Sumber Data..... | 34 |
| 3.4. Metode Pengumpulan Data..... | 35 |
| 3.5. Teknik Analisis Data..... | 35 |
| 3.5.1. Variabel Pengamatan..... | 35 |
| 3.5.2. Analisis Data..... | 36 |
| 3.5.3. Pengujian Asumsi Klasik..... | 36 |
| 3.5.4. Pengujian Hipotesis..... | 43 |
| BAB IV. ANALISIS DAN PEMBAHASAN | 46 |
| 4.1. Gambaran Populasi Penelitian | 46 |

| | |
|---|----|
| 4.2. Perusahaan Sampel Penelitian | 47 |
| 4.3. Analisis Korelasi | 50 |
| 4.4. Pengujian Asumsi Klasik | 52 |
| 4.5. Analisis Regresi | 60 |
| 4.6. Pengujian Hipotesis dan Pembahasan | 62 |

BAB V. SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN 69

| | |
|---|----|
| 5.1. Kesimpulan | 69 |
| 5.2. Implikasi Teoritis | 70 |
| 5.3. Implikasi Kebijakan Manajerial | 70 |
| 5.4. Keterbatasan Penelitian | 72 |
| 5.5. Agenda Penelitian Mendatang | 72 |

DAFTAR REFERENSI

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

| | |
|---|----|
| Tabel 2.1. Korelasi antara Berbagai Pengukur Kinerja Perusahaan dengan Return Saham (Dodd dan Chen, 1996)..... | 23 |
| Tabel 2.2. Koefisien determinasi Kinerja Keuangan dengan Return Saham (Dodd dan Chen, 1998) | 24 |
| Tabel 2.3. Korelasi antara Kinerja Perusahaan dengan Return Saham (Sahetapy, 1999)..... | 25 |
| Tabel 2.4. Rekapitulasi Hasil Penelitian Terdahulu | 27 |
| Tabel 2.5. Definisi Operasional Variabel..... | 31 |
| Tabel 3.1. Jumlah total emiten dan emiten manufaktur yang terdaftar di BEJ... | 33 |
| Tabel 4.1. Jumlah Seluruh Emiten dan Emiten Manufaktur di BEJ (1997 sampai dengan 2000) | 46 |
| Tabel 4.2. Klasifikasi Emiten Sektor Manufaktur | 47 |
| Tabel 4.3. Emiten Sampel Penelitian | 49 |
| Tabel 4.4. Koefisien Korelasi antara Return Saham dengan MVA, OI dan EPS ... | 50 |
| Tabel 4.5. Interpretasi nilai R | 51 |
| Tabel 4.6. Matriks Korelasi antara Variabel Bebas | 53 |
| Tabel 4.7. Nilai Toleransi dan VIF Variabel Bebas | 53 |
| Tabel 4.8. Hasil Uji Durbin Watson | 54 |
| Tabel 4.9. Perbandingan DW hitung dan DW tabel | 55 |
| Tabel 4.10. Hasil Uji Gletsjer | 57 |
| Tabel 4.11. Hasil Analisa Regresi Return Saham terhadap MVA, OI dan EPS..... | 60 |
| Tabel 4.12. Hasil Uji t (parsial) | 63 |
| Tabel 4.13. Hasil Uji F (simultan) | 64 |

DAFTAR GAMBAR

| | |
|---|----|
| Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis..... | 29 |
| Gambar 4.1. Scatter Plot ZRED dengan SRESID | 56 |
| Gambar 4.2. Histogram Standar Residual Regresi | 58 |
| Gambar 4.3. Normal Probabality Plot | 59 |

ABSTRAKSI

Penelitian ini dimotivasi oleh munculnya alat ukur kinerja keuangan modern yaitu Market Value Added (MVA) dan Economic Value Added (EVA), yang menurut beberapa peneliti, EVA merupakan alat ukur kinerja keuangan yang paling dapat menjelaskan nilai perusahaan yang dalam hal ini dilihat dari return saham perusahaan. Berbagai penelitian telah menguji pengaruh EVA dan MVA dibandingkan dengan ukuran kinerja tradisional seperti Return on Asset (ROA), Return on Equity (ROE), Earning Per Share (EPS) dan operating income (OI), dimana hasil dari penelitian-penelitian tersebut adalah bahwa MVA, OI dan EPS merupakan alat-alat ukur kinerja keuangan yang mempunyai hubungan yang paling kuat dengan return saham dibandingkan dengan EVA.

Tujuan dari penelitian ini adalah menguji dan menganalisis pengaruh MVA, OI dan EPS terhadap return saham serta mencari besarnya pengaruh masing-masing variabel terhadap return saham, sehingga nantinya didapatkan alat ukur kinerja keuangan yang benar-benar mempunyai pengaruh paling kuat terhadap return saham.

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan melakukan studi empiris pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dari tahun 1997 sampai dengan tahun 2000.

Hasil dari penelitian ini adalah EPS mempunyai pengaruh yang paling kuat terhadap return saham dibandingkan MVA dan OI. Bahkan variabel MVA dan OI tidak signifikan dalam menjelaskan return saham. Dengan demikian EPS masih merupakan prediktor yang baik dalam memprediksi return saham. Koefisien determinasi (R^2) dalam penelitian ini adalah 0.044, yang berarti bahwa 95.6% variasi dalam return saham dipengaruhi determinan lain di luar variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini.

ABSTRACT

This study is motivated by the popular and modern financial performance measure, called Market Value Added (MVA) and Economic Value Added (EVA). Some researcher claimed that EVA was the best financial performance measure that have a value relevance with company value (stock return). Many studies have tried to compare EVA and MVA with traditional financial performance measure like Return on Asset (ROA), Return on Equity (ROE), Earning Per Share (EPS) and operating income (OI), related to stock return. The result of the studies showed that MVA, OI and EPS have a good relationship with stock return.

The purpose of this study is to determine the effect of MVA, OI and EPS to stock return, and also to determine how far those variables effect the stock return, so with this study will obtain financial performance measure that has the strongest relationship with stock return.

This study is a quantitative analysis that use an empirical data of manufacture public company that listed on Jakarta Stock Exchange from year 1997 until year 2000.

The result of this study is EPS has a stronger relationship with stock return than MVA and OI. So, with this result, can be conclude that EPS is the financial performance measure that the investor still can use to predict the stock return. The adjusted R² is 0.044, means that 95.6% the variation of stock return was affected by another variable outside of this study.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Tujuan utama para pemodal (*investor*) menanamkan dananya pada sekuritas atau pasar modal antara lain adalah untuk mendapatkan *return* (tingkat pengembalian) yang maksimal pada resiko tertentu atau memperoleh hasil tertentu pada resiko yang minimal (Husnan, 1998).

Investor yang menanamkan dananya pada saham-saham perusahaan emiten sangat memperhatikan laba saat ini dan laba masa yang akan datang serta menginginkan adanya stabilitas laba. Sebelum menanamkan dananya, investor melakukan analisis terhadap kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Mereka juga berkepentingan atas informasi yang berhubungan dengan kondisi keuangan yang berdampak pada kemampuan perusahaan untuk membayar deviden dan untuk menghindari kebangkrutan (Horne, 1983).

Salah satu nilai perusahaan dapat dilihat dari harga saham yang ada di pasar, dimana harga saham yang ada di pasar adalah sangat berfluktuatif sehingga investor dalam menanamkan dananya selalu melihat indikator-indikator yang dapat mencerminkan perubahan harga saham tersebut.

Salah satu cara yang biasa digunakan dalam menilai perusahaan adalah pendekatan fundamental. Pendekatan tersebut terutama ditujukan kepada faktor-faktor yang pada umumnya berada di luar pasar modal, yang dapat mempengaruhi

harga saham di masa-masa mendatang. Hal-hal yang termasuk dalam analisis fundamental antara lain adalah analisis ekonomi dan industri, penilaian perusahaan secara individu baik dengan menggunakan variabel penilaian seperti deviden maupun pendapatan (*income*). Namun demikian, perlu dipertanyakan apakah model-model yang digunakan dalam pendekatan fundamental dapat dijadikan alat ukur yang baik dalam menilai kemajuan perusahaan dalam penciptaan nilai (*value*) maupun penilaian kinerja perusahaan (Rousana, 1997).

Faktor fundamental dari perusahaan yang dapat menjelaskan kekuatan dan kelemahan kinerja keuangan perusahaan di antaranya adalah rasio-rasio keuangan. Melalui rasio keuangan kita bisa membuat perbandingan yang berarti dalam dua hal. Pertama, kita bisa membandingkan rasio keuangan suatu perusahaan dari waktu ke waktu untuk mengamati kecenderungan (*trend*) yang sedang terjadi. Kedua, kita bisa membandingkan rasio keuangan sebuah perusahaan dengan perusahaan lain yang masih bergerak dalam industri yang relatif sama dalam periode tertentu.

Pada saat periode *economic booming* setelah Perang Dunia II, beberapa perusahaan yang telah berpengalaman memfokuskan perhatian mereka pada alat-alat analisis seperti ROA (*Return on Asset*) dan RONA (*Return on Net Asset*). Utama (1997) yang dikutip oleh Sahetapy (1998) menjelaskan, walaupun terdapat peningkatan kinerja perusahaan setelah menggunakan alat analisis seperti ROA dan RONA, para manajer tetap menyadari adanya kelemahan pada pengukur keuangan tradisional ini. Hal ini disebabkan karena pengukur keuangan tradisional

sebagai pengukur nilai perusahaan mengabaikan biaya modal (*Cost of Capital*). Dengan demikian sulit untuk mengetahui apakah suatu perusahaan telah menciptakan nilai tambah bagi para pemegang sahamnya (*shareholder*).

Dengan adanya anggapan tersebut, Stern Steward Management Service of New York, menciptakan suatu alat pengukuran keuangan perusahaan baru yang disebut *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA). Alat ukur ini bertujuan untuk membuat para manajer untuk memfokuskan perhatian pada kegiatan yang menciptakan nilai dan memungkinkan mereka untuk mengevaluasi kinerja berdasarkan kriteria maksimisasi nilai perusahaan.

Menurut Dodd dan Chen (1996) dalam artikel mereka "*EVA : A New Panacea?*", dengan semakin berkembangnya alat ukur EVA dan MVA sebagai ukuran kinerja keuangan perusahaan, banyak perusahaan yang memberikan pernyataan positif mengenai alat ukur EVA dan MVA, yaitu antara lain :

1. EVA dan MVA telah dipilih sebagai alat ukur kinerja perusahaan dengan keyakinan bahwa EVA mengkorelasikan antara kinerja manajemen dengan *return* saham (Ball Corporation).
2. Dibandingkan dengan pengukur kinerja lainnya seperti *Return on Capital* (ROC), *Return on Equity* (ROE), *Earning per Share* (EPS) dan pertumbuhan cash flow, EVA secara statistik mempunyai korelasi yang lebih tinggi dalam menciptakan nilai bagi para pemegang saham (Crane Corporation).

Tetapi di sisi lain masih banyak peneliti yang berpendapat bahwa alat ukur tradisional seperti Return On Asset (ROA), Return on Equity (ROE) dan *accounting earning* (*operating income* dan *net income*) masih memegang peranan penting dalam penilaian ukuran kinerja perusahaan. Dengan adanya perbedaan pendapat di antara para peneliti ini, muncul berbagai penelitian yang berusaha membandingkan alat ukur kinerja EVA dan MVA dengan alat-alat ukur kinerja tradisional seperti ROE, ROA, EPS, *operating income*, *net income* dan *residual income* yang bertujuan mencari ukuran kinerja yang paling menjelaskan nilai dari perusahaan.

Beberapa penelitian telah membandingkan EVA dan MVA dengan kinerja keuangan yang lain seperti ROE, ROA, EPS, dan *accounting earning* (*operating income* dan *residual income*) dalam hubungannya dengan *return* saham (Lehn dan Makhija, 1996; Dodd dan Chen, 1996; Biddle, Bowen dan Wallace, 1996; Wood, 2000; Sahetapy, 1999; Dodd dan Chen, 1998; Irwansyah, 2001). Dimana dari penelitian pertama oleh Lehn dan Makhija (1996) dihasilkan bahwa EVA mempunyai pengaruh yang paling kuat terhadap *return* saham. Tetapi hasil tersebut ditentang oleh Dodd dan Chen (1998) dimana pada penelitian mereka yang pertama menghasilkan bahwa alat ukur ROA mempunyai hubungan yang paling erat dengan *return* saham. Sedangkan penelitian Dodd dan Chen yang kedua (1998) menghasilkan bahwa *operating income* mempunyai hubungan yang paling signifikan dengan *return* saham dibandingkan EVA. Kemudian oleh Biddle, Bowen dan Wallace (1996) juga membuktikan bahwa *operating income*

mempunyai hubungan yang paling erat dengan *return* saham. Sedangkan Wood (2000) dan Sahetapy (1999) dalam penelitiannya membuktikan bahwa EPS (*Earning Per Share*) mempunyai hubungan yang paling kuat dengan *return* saham, dan penelitian yang dilakukan oleh Irwansyah (2001) membuktikan bahwa MVA (*Market Value Added*) adalah pengukur kinerja keuangan yang paling signifikan dalam hubungannya dengan *return* saham dibandingkan dengan EVA dan ROA.

Dari penelitian-penelitian tersebut di atas maka dapat disimpulkan bahwa EVA bukan merupakan alat ukur kinerja keuangan terbaik yang berhubungan dengan nilai perusahaan yang dalam hal ini diwakili oleh tingkat pengembalian (*return*) saham, namun ada alat-alat ukur lain yang mempunyai hubungan yang lebih kuat dengan *return* saham.

Berdasarkan hasil penelitian dari para peneliti di atas, terdapat ketidak konsistenan diantara para peneliti tersebut, sehingga perlu adanya justifikasi dari apa yang sudah dibuktikan oleh para peneliti di atas bahwa alat-alat ukur kinerja keuangan seperti *Market Value Added* (MVA), *Operating Income* (OI) dan *Earning Per Share* (EPS) adalah alat ukur kinerja keuangan yang mempunyai hubungan yang paling erat dengan *return* saham. Sehingga dalam penelitian ini akan diuji bagaimana perbandingan antara EPS, MVA dan *operating income* (OI) sebagai pengukur kinerja keuangan dalam hubungannya dengan *return* saham, sehingga nantinya akan didapat pengukur kinerja keuangan terbaik yang paling berpengaruh terhadap *return* saham.

Demikian juga para investor di pasar modal Indonesia, dalam menanamkan investasinya, mereka selalu melihat indikator-indikator fundamental perusahaan yang dapat dijadikan pegangan dalam memilih saham yang akan dijadikan investasi mereka. Salah satu indikator fundamental yang dijadikan masukan bagi investor adalah ukuran-ukuran kinerja keuangan yang nantinya dapat digunakan untuk memprediksi tingkat pengembalian saham di pasar modal.

Walaupun sebenarnya di Indonesia terdapat dua bursa efek, dalam penelitian ini digunakan Bursa Efek Jakarta (BEJ) sebagai sasaran penelitian karena memiliki tingkat likuiditas perdagangan yang tinggi dibandingkan Bursa Efek Surabaya (BES) dan nilai transaksi harian dari perdagangan saham di Bursa Efek Surabaya jauh dibawah nilai transaksi harian di Bursa Efek Jakarta.

Penelitian ini akan diaplikasikan pada kelompok perusahaan manufaktur yang meliputi sektor industri dasar dan kimia, sektor aneka industri dan sektor industri barang konsumsi, dengan pertimbangan bahwa perusahaan manufaktur besarnya kurang lebih adalah 50% dari perusahaan yang listing di BEJ dan sebagian besar merupakan saham yang likuid.. Jumlah emiten manufaktur pada tahun 1997 adalah 133 emiten dari total keseluruhan emiten 282 emiten. Sedangkan tahun 1998 sejumlah 136 emiten dari total 287, tahun 1999 berjumlah 139 dari total emiten 277 dan pada tahun 2000 emiten manufaktur berjumlah 139 dari total emiten 297emiten.

Sedangkan untuk melihat kondisi pasar yang ada pada saat dimulainya krisis ekonomi yang dimulai pada Juli 1997 sampai krisis berjalan maka dalam

accounting earning. Dalam penelitian tersebut mereka menggunakan analisis regresi yang menghubungkan tiap-tiap variabel dengan *return* saham. Dan dengan penelitiannya tersebut Dodd dan Chen menghasilkan kesimpulan bahwa EVA mempunyai hubungan dengan *return* saham dengan koefisien determinasi $R^2=0,023$, tetapi hasil tersebut masih dibawah dari ukuran akuntansi tradisional yaitu residual income ($R^2 = 0,050$) dan operating income ($R^2 = 0,062$).

Tabel 2.2.
Koefisien Determinasi Kinerja Keuangan
dengan *Return* Saham

| Variabel Penelitian | R^2 (Koefisien determinasi) |
|---------------------|----------------------------------|
| EVA | .023 |
| Operating Income | .062 |
| Residual Income | .050 |

Sumber : Dodd & Chen, 1998

Sahetapy (1999) juga mencoba meneliti hubungan kinerja perusahaan dengan *return* saham pada Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan variabel seperti yang digunakan oleh Dodd dan Chen di atas yaitu EVA, ROE, ROA dan EPS, dimana hasilnya adalah bahwa EPS (Earning Per Share) dan ROE (*Return* on Equity) secara signifikan mempunyai hubungan atau korelasi yang erat dengan

return saham, dimana hasil penelitian yang dilakukan oleh Sahetapy (1999) ini sangat berbeda dengan apa yang dihasilkan oleh Lehn dan Makhija (1996) serta Dodd dan Chen (1996). Bahkan variabel EVA dan ROA mempunyai korelasi terendah dan berhubungan secara negatif dengan *return* saham pada periode tertentu.

Tabel 2.3.

**Korelasi Antara Berbagai Pengukur Kinerja
Perusahaan Dengan *Return* Saham**

| Variabel Pengukur | Koefisien Korelasi dengan <i>return</i> saham |
|-------------------|--|
| EPS | .2917 |
| EVA | .0095 |
| ROE | .2596 |
| ROA | .1147 |

Sumber : Sahetapy, 1999

Di Afrika Selatan, Wood (2000); De Villiers dan Auret (1998) juga mengadakan riset untuk menguji perbandingan antara EVA dan EPS hubungannya dengan harga saham. Penelitian ini menghasilkan bahwa EPS lebih mempunyai hubungan yang lebih kuat dengan harga saham daripada EVA.

Penelitian yang paling terbaru tahun 2001 oleh Irwansyah mencoba menguji antara variabel EVA, MVA dan ROA dalam hubungannya dengan *return*

saham. Dalam penelitian ini didapat bahwa MVA (Market Value Added) merupakan ukuran kinerja keuangan yang paling signifikan dalam hubungannya dengan *return* saham.

Dengan melihat hasil dari penelitian-penelitian di atas, maka penelitian yang akan dilakukan di sini adalah menguji alat-alat ukur kinerja keuangan di atas yang dinyatakan oleh para peneliti sebagai alat ukur kinerja keuangan terbaik yang dapat menjelaskan *return* saham, dimana variabel yang digunakan adalah MVA, EPS dan operating income. Diharapkan dengan penelitian ini akan didapat ukuran kinerja keuangan yang mempunyai pengaruh yang paling kuat dengan *return* saham di Pasar Modal Indonesia.

Tabel. 2.4.

Rekapitulasi Hasil Penelitian Terdahulu

| No. | Peneliti | Tahun | Variabel | Hasil Penelitian |
|-----|----------------|-------|---|---|
| 1. | Lehn & Makhija | 1996 | EVA, ROE, ROA, return saham | EVA mempunyai pengaruh yang paling kuat dengan return saham |
| 2. | Dodd & Chen | 1996 | EVA, ROE, ROA, EPS dan return saham | ROA mempunyai pengaruh yang paling kuat dengan return saham |
| 3. | Biddle et.al | 1996 | EVA, Accounting Earning (Laba) dan return saham | Laba (earning) mempunyai pengaruh yang paling kuat dengan return saham |
| 4. | Dodd & Chen | 1998 | EVA, Operating Income (OI), Residual Income (RI) dan return saham | Operating Income mempunyai pengaruh yang lebih kuat dibandingkan dengan EVA dan RI |
| 5. | Sahetapy | 1999 | EVA, ROE, ROA, EPS dan return saham | EPS mempunyai pengaruh yang paling kuat dengan return saham |
| 6. | Woods | 2000 | EVA, EPS dan return saham | EPS mempunyai pengaruh yang paling kuat dengan return saham dibandingkan dengan EVA |
| 7. | Irwansyah | 2001 | EVA, MVA, ROA dan return saham | MVA berpengaruh paling kuat terhadap return saham |

Sumber : Data yang diolah

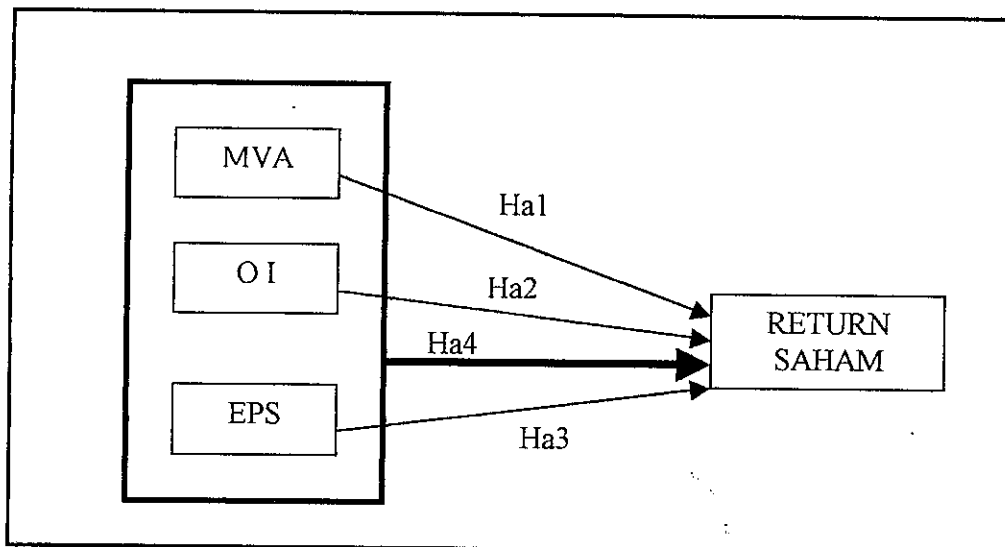
2.3. Hipotesis dan Kerangka Pemikiran Teoritis

Young (1994) menyatakan bahwa persepsi investor terhadap MVA positif, jika pada masa mendatang tingkat *return* saham akan meningkat, sebaliknya apabila MVA negatif maka persepsi investor terhadap kemampuan perusahaan pada masa mendatang akan menurun.

Menurut Rosen (2000), para analis keuangan menggunakan operating income memberikan justifikasi kepada para investor untuk menjual atau membeli saham, karena dengan meningkatnya operating income maka investor akan mengharapkan *return* saham yang meningkat pula.

EPS yang semakin tinggi akan semakin menarik investor dalam menanamkan sahamnya, karena EPS menunjukkan laba yang berhak didapatkan oleh pemegang saham atas satu lembar saham yang dimilikinya. (Sahetapy, 1999).

Dengan adanya kesaksian dan pernyataan dari peneliti-peneliti di atas maka dalam penelitian ini menghasilkan kerangka pemikiran teoritis sebagai berikut :



Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis

Dari kerangka pikir di atas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

Ha1 : MVA mempunyai pengaruh positif dengan *return* saham

Ha2 : Operating income mempunyai pengaruh positif dengan *return* saham

Ha3 : EPS mempunyai pengaruh positif dengan *return* saham.

Ha4 : MVA, OI dan EPS secara simultan berpengaruh terhadap *return* saham

2.4. Definisi Operasional Variabel

1. Market Value Added (MVA)

Secara sederhana MVA didefinisikan total nilai pasar dari perusahaan dikurangi total modal yang diinvestasikan oleh investor.

$$\text{MVA} = \text{Total Market Value} - \text{total Invested Capital}$$

Dimana : Total Market Value = Price per Share x Total number of Share

$$\text{Total invested Capital} = \text{Total Shareholder equity}$$

2. Operating Income (OI)

Operating income adalah merupakan laba operasional sebelum dikenakan bunga dan pajak, atau sering disebut EBIT (Earning Before Interest and Taxes). Data yang digunakan adalah data EBIT atau laba operasional dari laporan keuangan perusahaan go-publik.

3. Earning Per Share (EPS)

Earning per Share merupakan rasio laba bersih perusahaan dengan jumlah saham biasa yang beredar, dapat dihitung sebagai berikut :

$$EPS = \frac{NIAT - Dp}{Ss} \quad \text{atau} \quad EPS = \frac{\text{Laba bersih} - \text{deviden saham preferen}}{\text{jumlah saham biasa yang beredar}}$$

4. Return Saham

Dalam mencari *return* saham digunakan rumus sebagai berikut :

$$R_{ti} = \frac{(P_{ti} - P_{ti-1}) + D}{P_{ti-1}}$$

dimana : R_{ti} : *return* saham i

P_{ti} : harga saham i pada akhir periode

P_{ti-1} : harga saham i pada awal periode

D : deviden per lembar saham

Perhitungan *return* saham perusahaan-perusahaan terpilih dilakukan untuk masing-masing tahun selama periode pengamatan. Untuk lebih jelasnya maka definisi operasional variabel penelitian di atas dapat dirangkum pada tabel di bawah ini :

Tabel 2.5.

Definisi Operasional Variabel

| Variabel | Notasi | Formulasi | Sumber |
|--------------------|--------|---|---|
| Market Value Added | MVA | Total Market Value – total Invested Capital Total Market Value = Price per Share x Total number of Share Total invested Capital = Total Shareholder equity | Laporan Keuangan, data jumlah saham beredar, data harga saham |
| Operating Income | OI | Earning Before Interest and Taxes (EBIT) | Laporan Keuangan |
| Earning Per Share | EPS | (Laba bersih – deviden saham preferen) / jumlah saham biasa yang beredar | Laporan Keuangan |
| Return Saham | Rti | $R_{ti} = \frac{(P_{ti} - P_{ti-1}) + D}{P_{ti-1}}$ Rti : <i>return</i> saham i Pti : harga saham i pada akhir periode Pti-1 : harga saham i pada awal periode D : deviden per saham | Data harga saham |

Sumber : Data yang diolah

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis Penelitian

Penelitian yang akan dilakukan ini merupakan penelitian kuantitatif dengan melakukan studi empiris pada perusahaan-perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta.

3.2. Populasi dan Penentuan Sampel

Populasi yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang listing (terdaftar) di Bursa Efek Jakarta pada tahun pengamatan. Bursa Efek Jakarta dipilih karena Bursa Efek Jakarta merupakan lembaga bursa terbesar di Indonesia selain itu memiliki data yang lengkap dan mudah dalam memperoleh data yang dibutuhkan. Untuk melihat kondisi pasar pada saat krisis moneter yang dimulai pada Juli 1997, maka kurun waktu pengamatan yang dilakukan adalah kinerja perusahaan dari tahun 1997 sampai dengan 2000.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang telah *go-public* di BEJ. Penelitian ini mengambil sampel perusahaan manufaktur karena jumlah perusahaan manufaktur yang *listing* di BEJ kurang lebih adalah 50% dari seluruh emiten yang terdaftar di BEJ dan sebagian besar merupakan saham likuid.

Adapun data emiten keseluruhan dan emiten manufaktur pada tahun 1997 sampai dengan 2000 tercantum dalam tabel di bawah ini :

Tabel 3.1.
Jumlah Seluruh Emiten dan Emiten Manufaktur
yang Terdaftar di BEJ

| Tahun | Jumlah Total Emiten di BEJ | Jumlah Emiten Manufaktur |
|--------------|---------------------------------------|-------------------------------------|
| 1997 | 282 | 133 |
| 1998 | 287 | 136 |
| 1999 | 287 | 139 |
| 2000 | 297 | 139 |

Sumber : Indonesian Capital Market Directory (1997 – 2000)

Penentuan sampel diambil dengan cara *purposive sampling* yaitu sampel diambil berdasarkan kriteria tertentu. Adapun kriteria-kriteria tersebut antara lain adalah :

- a. Perusahaan yang digunakan untuk sampel adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta
- b. Perusahaan yang diambil untuk sampel adalah perusahaan manufaktur yang aktif diperdagangkan pada kurun waktu pengamatan. Berdasarkan surat edaran Bursa Efek Jakarta No. SE 03/BEJ II. 1/1/1994, suatu saham diklasifikasikan sebagai saham aktif (likuid) jika frekuensi

perdagangan dalam 3 bulan sebanyak 75 kali atau lebih. Sedangkan saham yang dalam 3 bulan tidak pernah diperdagangkan atau kurang dari 75 kali perdagangan diklasifikasikan saham tidak likuid.

- c. Perusahaan tersebut secara periodik mengeluarkan laporan keuangan tiap tahunnya dan memiliki kelengkapan data selama periode pengamatan

3.3. Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang merupakan data *cross-section* yaitu dengan membandingkan data-data emiten yang berbeda pada satu sektor pada satu periode, sekaligus merupakan data *time-series* yaitu dengan sampel emiten yang sama pada kurun waktu 4 tahun pengamatan.

Data-data yang digunakan yaitu:

- a. laporan keuangan tahunan (tahun pengamatan) perusahaan manufaktur yang *go-public* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta (Jakarta Stock Exchange)
- b. data *return* saham selama kurun waktu pengamatan dimana data dapat didapat dengan cara download dari internet dan *Indonesian Capital Market Directory*.
- c. Data harga saham dan jumlah saham beredar perusahaan manufaktur selama tahun pengamatan.

Data diperoleh dari berbagai sumber, yaitu *Indonesian Capital Market Directory* dan *Jakarta Stock Exchange Statistic Annualy (JSX annualy)*. Selain itu data juga diperoleh dengan cara download dari situs BEJ (<http://www.jsx.co.id>) dan juga dari <http://www.indoexchange.com>, <http://www.e-samuel.com> dan <http://www.investorindonesia.com>.

3.4. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang dilakukan adalah dengan cara metode dokumentasi, yaitu dengan mengumpulkan data-data yang berkaitan dengan variabel penelitian, dalam hal ini yaitu Laporan Keuangan Tahunan Emiten, data jumlah saham beredar dan data harga saham.

3.5. Teknik Analisis Data

3.5.1. Variabel Pengamatan

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah Market Value Added (MVA), Operating Income (OI), Earning Per Share (EPS) dan *return* saham. Untuk mengetahui pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap *return* saham, maka variabel MVA, OI dan EPS digunakan sebagai variabel bebas (*independent*), sedangkan *return* saham digunakan sebagai variabel terikat (*dependent*).

3.5.2. Analisis Data

Analisis data yang ada dalam penelitian ini adalah menggunakan analisis korelasi dan regresi berganda.

Analisis korelasi digunakan untuk mengukur kekuatan hubungan linier antara variabel independen dan variabel dependennya. Sedangkan analisis regresi berganda digunakan untuk menunjukkan hubungan antara variabel satu dengan variabel yang lain. Karena dalam penelitian ini terdapat beberapa variabel independen maka analisis regresi berganda ini berguna untuk menentukan variabel independen mana yang mempunyai hubungan atau korelasi yang paling erat dengan variabel dependen.

3.5.3. Pengujian Asumsi Klasik

Dalam penelitian ini perlu diuji asumsi-asumsi klasik seperti *multikolinearitas*, *autokorelasi* dan *heteroskedastisitas*. Seperti yang diutarakan oleh Gujarati (1991) bahwa dalam analisis regresi linier berganda perlu menghindari penyimpangan asumsi klasik supaya tidak timbul masalah dalam penggunaan analisis regresi linier berganda.

a. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel bebas. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinieritas di dalam model regresi adalah sebagai berikut :

- a. Nilai R^2 yang dihasilkan oleh suatu estimasi model regresi empiris sangat tinggi, tetapi secara individual variabel-variabel bebas banyak yang tidak signifikan mempengaruhi variabel terkait.
- b. Menganalisis matrik korelasi variabel-variabel bebas. Jika antar variabel ada korelasi yang cukup tinggi (umumnya diatas 0.90), maka hal ini merupakan indikasi adanya multikolinieritas. Tidak adanya korelasi yang tinggi antar variabel bebas tidak berarti bebas dari multikolinearitas. Multikolinieritas dapat disebabkan karena adanya efek kombinasi dua atau lebih variabel bebas.

Multikolinieritas dapat juga dilihat dari (1) nilai tolerance dan lawannya (2) variance inflation factor (VIF). Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel bebas manakah yang dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Dalam pengertian sederhana setiap variabel bebas menjadi variabel terikat dan diregres terhadap variabel bebas lainnya. Tolerance mengukur variabilitas variabel bebas yang terpilih yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Jadi nilai tolerance yang rendah sama dengan nilai VIF tinggi (karena $VIF = 1/tolerance$) dan menunjukkan adanya kolonieritas yang tinggi. Nilai cut-off yang umum dipakai adalah nilai tolerance 0.10 atau sampai dengan nilai VIF diatas 10.

Cara mengobati multikolinieritas menurut Imam Ghozali (2002) adalah sebagai berikut :

a. Transformasi variabel

Transformasi variabel merupakan salah satu cara mengurangi hubungan linear di antara variabel bebas. Transformasi dapat dilakukan dalam bentuk logaritma natural dan bentuk *first difference* atau delta.

b. Keluarkan satu atau lebih variabel bebas yang mempunyai korelasi yang tinggi dari model regresi dan identifikasikan variabel bebas lainnya untuk membantu prediksi.

c. Gunakan model dengan variabel bebas yang mempunyai korelasi tinggi hanya semata-mata untuk prediksi (jangan mencoba untuk menginterpretasikan koefisien regresinya).

d. Gunakan korelasi sederhana antara setiap variabel bebas dan variabel terikatnya untuk memahami hubungan variabel bebas dan variabel terikat.

b. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Hal ini sering ditemukan pada data runtut waktu atau *time-series* karena 'gangguan' pada

seseorang individu/kelompok cenderung mempengaruhi ‘gangguan’ pada individu/kelompok yang sama pada periode berikutnya.

Pada data *cross-section* (silang waktu), masalah autokorelasi relatif jarang terjadi karena ‘gangguan’ pada observasi yang berbeda berasal dari individu/kelompok yang berbeda. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Menurut Imam Ghazali (2002), ada beberapa cara yang dapat digunakan untuk mendeteksi ada atau tidaknya autokorelasi :

Uji Durbin-Watson (DW test)

Uji Durbin-Watson hanya digunakan untuk autokorelasi tingkat satu (first order autocorrelation) dan mensyaratkan adanya intercept (konstanta) dalam model regresi dan tidak ada variabel lagi di antara variabel bebas. Hipotesis yang akan diuji adalah :

H_0 : tidak ada autokorelasi ($\rho = 0$)

H_a : ada autokorelasi ($\rho \neq 0$)

Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi :

- Bila nilai DW terletak antara batas atas atau upper bound (du) dan $(4 - du)$, maka koefisien autokorelasi sama dengan nol, berarti tidak ada autokorelasi.
- Bila nilai DW lebih rendah daripada batas bawah atau lower bound (dl), maka koefisien autokorelasi lebih besar daripada nol, berarti ada autokorelasi positif.

- Bila nilai DW lebih besar daripada $(4 - d_u)$, maka koefisien autokorelasi lebih kecil daripada nol, berarti ada autokorelasi negatif.
- Bila nilai DW terletak di antara batas atas (d_u) dan batas bawah (d_l) atau DW terletak antara $(4 - d_u)$ dan $(4 - d_l)$, maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.

c. Uji Heteroskedastisitas

Uji skedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut Homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Kebanyakan data cross-section mengandung situasi heteroskedastisitas karena data ini menghimpun data yang menghimpun data yang mewakili berbagai ukuran (kecil, sedang dan besar).

Menurut Imam Ghozali (2002), ada beberapa cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas :

- a. Melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRED) dengan residualnya (SRESID). Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatterplot antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y adalah Y yang telah

diprediksi, dan sumbu X adalah residual ($Y \text{ prediksi} - Y \text{ sesungguhnya}$) yang telah di-studentized.

Dasar analisis :

- Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
- Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Cara memperbaiki model jika terdapat heteroskedastisitas menurut Imam Ghozali (2002) ada beberapa cara yaitu :

1. Melakukan transformasi dalam bentuk model regresi dengan cara membagi model regresi dengan salah satu variabel bebas yang digunakan dalam model tersebut.

Misalkan model awal :

$$Y_i = b_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + u_i$$

Model transformasinya menjadi :

$$Y/X_1 = b_0/X_1 + b_1 + b_2X_2/X_1 + u_i/X_1$$

Dalam bentuk ini b_1 menjadi intersep dan b_0 menjadi koefisien. Jika ingin mengembalikan ke model asal, hendaklah dikalikan model transformasi yang sudah diestimasi dengan X_1 .

2. Melakukan transformasi log sehingga model persamaan regresinya menjadi :

$$\text{Log } Y = b_0 + b_1 \log X_1 + b_2 \log X_2$$

d. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk menguji apakah distribusi data normal atau tidak dapat dilakukan beberapa cara :

a. Analisis Grafik

Yaitu dengan membandingkan histogram yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal. Pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik atau dengan melihat histogram dari residualnya. Dasar pengambilan keputusan :

1. Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
2. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogram tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas

b. Analisis Statistik

Mendeteksi normalitas dapat dilakukan juga dengan uji statistik. Tes statistik sederhana yang dapat dilakukan adalah berdasarkan nilai kurtosis atau skewness. Nilai z statistik untuk skewness dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$z_{skewness} = \frac{skewness}{\sqrt{6/N}}$$

sedangkan nilai z kurtosis dapat dihitung dengan rumus :

$$z_{kurtosis} = \frac{kurtosis}{\sqrt{24/N}}$$

Dimana N adalah jumlah sampel, jika nilai z hitung $> z$ tabel, maka distribusi tidak normal.

3.5.4. Pengujian Hipotesis

Sesuai dengan hipotesis yang dikemukakan, maka pengujian hipotesis dilakukan sebagai berikut :

1. Menguji koefisien regresi secara serempak (simultan)

Untuk menguji koefisien secara serempak maka digunakan uji-F dengan langkah sebagai berikut :

- a. $H_0 : \mu = 0$, yang berarti tidak ada pengaruh berbagai variabel independen X_i terhadap Y_i secara serempak
- b. $H_a : \mu \neq 0$, yang berarti ada pengaruh berbagai variabel independen X_i terhadap Y_i secara serempak

- c. Menentukan tingkat signifikansi (α) yaitu 5% dan $df = (n-k)(k-1)$
- d. Menghitung F_{hitung} dengan rumus :

$$F_{hitung} = \frac{R^2 / k - 1}{(1 - R^2) / (n - k)}$$

Dimana n = jumlah observasi

k = jumlah variabel

Hasil F_{hitung} dibandingkan dengan F_{tabel} dengan kriteria :

H_0 diterima bila $F_{hitung} < F_{tabel}$

H_a diterima bila $F_{hitung} > F_{tabel}$

2. Menguji koefisien regresi secara parsial

Untuk menguji koefisien regresi secara parsial digunakan uji t, dengan langkah sebagai berikut :

- a. $H_0 : \mu = 0$, yang berarti tidak terdapat hubungan yang signifikan dari berbagai variabel X_i terhadap Y_i .
- b. $H_a : \mu \neq 0$, yang berarti terdapat hubungan yang signifikan dari berbagai variabel X_i terhadap Y_i .
- c. Menentukan tingkat signifikansi (α) 5% dan $df = n-k$ untuk menentukan nilai t_{tabel}
- d. Menghitung t_{hitung} dengan rumus :

$$t_{hitung} = (X_i - U) / S_x$$

dimana S_x = standar deviasi sampel

U = rata-rata sampel

H_0 diterima bila $t_{hitung} < t_{tabel}$

H_a diterima bila $t_{hitung} > t_{tabel}$

3. Perumusan Model

Model regresi linier berganda (multiple linear regression method) yang digunakan dirumuskan sebagai berikut :

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 MVA_{it} + \beta_2 OI_{it} + \beta_3 EPS_{it} + e_{it}$$

Dimana :

| | | |
|------------|---|---|
| Y_{it} | : | <i>return</i> saham i pada tahun ke- t |
| MVA_{it} | : | MVA emiten i pada tahun ke- t |
| OI_{it} | : | OI emiten i pada tahun ke- t |
| EPS_{it} | : | EPS emiten i pada tahun ke- t |
| e_{it} | : | faktor pengganggu dalam <i>return</i> saham |

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Populasi Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan atau emiten sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta antara kurun waktu 1997 – 2000. Penggunaan populasi perusahaan manufaktur ini didasari alasan yaitu perusahaan atau emiten manufaktur merupakan kelompok terbesar di antara sektor lainnya di Bursa Efek Jakarta. Jumlah emiten manufaktur dibandingkan dengan total seluruh emiten yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama kurun waktu 1997 sampai dengan 2000 dapat dilihat di tabel berikut :

Tabel. 4.1.
Jumlah Seluruh Emiten dan Emiten Manufaktur
di BEJ (1997-2000)

| Tahun | Jumlah Total Emiten di BEJ | Jumlah Emiten Manufaktur |
|--------------|---------------------------------------|-------------------------------------|
| 1997 | 282 | 133 |
| 1998 | 287 | 136 |
| 1999 | 277 | 139 |
| 2000 | 297 | 139 |

Sumber : Indonesian Capital Market Directory (1997 – 2000)

Sektor manufaktur terdiri dari beberapa sub-sektor yaitu sektor industri dasar dan kimia, aneka industri dan industri barang konsumsi. Dimana jenis perusahaan yang menjadi bagian dari sub-sektor tersebut terlihat di tabel 4.2.

Tabel 4.2.
Klasifikasi Emiten Sektor Manufaktur

| Industri Dasar dan Kimia | Aneka Industri | Industri Barang Konsumsi |
|--|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • Semen • Keramik, kaca dan porselain • Bahan kimia • Plastik dan kemasan • Pakan ternak • Industri kayu • Kertas dan pulp | <ul style="list-style-type: none"> • mesin dan alat berat • otomotif dan komponen • tekstil dan garmen • industri sepatu • kabel • elektronik | <ul style="list-style-type: none"> • makanan dan minuman • rokok • obat-obatan • kosmetik dan peralatan rumah • perlengkapan rumah |

Sumber : Indonesian Capital Market Directory

4.2. Perusahaan Sampel Penelitian

Pada penelitian ini pengambilan sampel digunakan metode *purposive sampling*, yaitu memilih sampel berdasarkan kriteria-kriteria tertentu yaitu sebagai berikut :

- a. Perusahaan yang digunakan untuk sampel adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta
- b. Perusahaan yang diambil untuk sampel adalah perusahaan manufaktur yang aktif diperdagangkan pada kurun waktu pengamatan. Berdasarkan surat edaran Bursa Efek Jakarta No. SE 03/BEJ II. 1/1/1994, suatu saham diklasifikasikan sebagai saham aktif (likuid) jika frekuensi perdagangan dalam 3 bulan sebanyak 75 kali atau lebih. Sedangkan saham yang dalam 3 bulan tidak pernah diperdagangkan atau kurang dari 75 kali perdagangan diklasifikasikan saham tidak likuid.
- c. Perusahaan tersebut secara periodik mengeluarkan laporan keuangan tiap tahunnya dan memiliki kelengkapan data selama periode pengamatan

Dengan pengambilan sampel secara *purposive sampling* tersebut maka perusahaan yang masuk dalam kriteria di atas adalah dari perusahaan sub sektor industri dasar dan kimia yang mempunyai frekuensi perdagangan paling aktif, mempunyai volume perdagangan tinggi dan mempunyai nilai kapitalisasi pasar yang tinggi, terpilih 10 perusahaan yaitu Duta Pertiwi Nusantara, Asahimas Flat Glass, Indocement Tunggal Prakarsa, Mulia Industrindo, Semen Gresik, Sumalindo Lestari, Siwani Makmur, Barito Pacific Timber, Indah Kiat Pulp Paper, dan Intan Wijaya Chemical Industri. Sedangkan untuk sub sektor aneka industri terpilih 8 emiten untuk dijadikan sampel penelitian yaitu Pan Brothers Tex, Succaco, Trafindo Perkasa, Tifico, Indorama Synthetics, Texmaco Perkasa Engineering,

Voksel Electric dan Sarasa Nugraha. Kemudian untuk sub sektor industri barang konsumsi sebagian besar merupakan emiten yang mempunyai frekuensi perdagangan dan volume perdagangan tinggi. Dari sub sektor ini yang memenuhi kriteria untuk dijadikan sampel penelitian adalah 11 emiten yaitu Aqua Golden Mississippi, H.M. Sampoerna, BAT Indonesia, Merck Indonesia, Miwon Indonesia, Multi Bintang Indonesia, Ades Alfindo, Mayora Indah, Sari Husada, Ultra Jaya, dan Gudang Garam. Sehingga secara keseluruhan dapat direkapitulasi sebagai berikut :

Tabel 4.3.

Emiten Sampel Penelitian

| No. | Nama Emiten | Kode |
|-----|-----------------------------|------|
| 1 | Aqua Golden Mississippi | AQUA |
| 2 | H.M. Sampoerna | HMSP |
| 3 | Duta Pertiwi Nusantara | DPNS |
| 4 | Asahimas Flat Glass | AMFG |
| 5 | Indocement Tunggal Prakarsa | INTP |
| 6 | BAT Indonesia | BATI |
| 7 | Merck Indonesia | MERK |
| 8 | Miwon Indonesia | MWON |
| 9 | Pan Brothers Tex | PBRX |
| 10 | Multi Bintang Indonesia | MLBI |
| 11 | Mulia Industrindo | MLIA |
| 12 | Semen Gresik | SMGR |
| 13 | Sucacco | SCCO |
| 14 | Sumalindo Lestari | SULI |
| 15 | Siwani Makmur | SIMA |
| 16 | Trafindo Perkasa | TRPK |
| 17 | Tifico | TFCO |
| 18 | Ades Alfindo | ADES |
| 19 | Mayora Indah | MYOR |
| 20 | Sari Husada | SHDA |
| 21 | Ultra Jaya | ULTJ |
| 22 | Gudang Garam | GGRM |

| | | |
|----|--------------------------------|------|
| 23 | Indorama Synthetics | INDR |
| 24 | Barito Pasific Timber | BRPT |
| 25 | Indah Kiat Pulp & Paper | INKP |
| 26 | Intan Wijaya Chemical Industri | INCI |
| 27 | Texmaco Perkasa Engineering | TPEN |
| 28 | Voksel Electric | VOKS |
| 29 | Sarasa Nugraha | SRSN |

Sumber : Indonesian Capital Market Directory

4.3. Analisis Korelasi

Dari hasil analisis data menggunakan program SPSS 10.0 didapat hasil analisis korelasi adalah sebagai berikut :

Tabel 4.4.
Koefisien Korelasi antara Return Saham
dengan MVA, OI dan EPS

| | MVA | OI | EPS |
|---------------------|----------------|----------------|------------------|
| RETURN SAHAM | .120 (.101) | .076 (.208) | .246** (.004) |

Keterangan : ** Signifikan pada $\alpha = 1\%$ (1-tailed).

Sumber : Data sekunder yang diolah

Dari tabel 4.4. di atas menunjukkan bahwa EPS mempunyai hubungan atau korelasi yang paling kuat dengan return saham. Hal ini ditunjukkan dengan koefisien korelasi yang paling tinggi dibanding variabel independen lainnya dan signifikan pada taraf uji 1%. Dengan demikian EPS merupakan suatu indikator yang diperhatikan oleh investor tentang kinerja perusahaan pada masa lalu dan masa yang akan datang. Perusahaan dengan EPS yang semakin tinggi akan

semakin menarik investor, karena EPS menunjukkan laba yang berhak didapatkan oleh para pemegang saham atas satu lembar saham yang dimilikinya.

Meskipun dengan melihat hasil di atas bahwa EPS mempunyai hubungan yang paling kuat dengan return saham, tetapi jika kita mengacu pada interpretasi nilai korelasi r menurut Usman dan Akbar (1995) dalam Wijaya (1998), maka tingkat hubungan ini tergolong rendah.

Tabel 4.5.

Interpretasi Nilai R

| r | Interpretasi |
|-----------|---------------------|
| 0 | Tidak berkorelasi |
| .01 - .20 | Sangat rendah |
| .21 - .40 | Rendah |
| .41 - .60 | Agak rendah |
| .61 - .80 | Cukup |
| .81 - .99 | Tinggi |
| 1 | Sangat tinggi |

Sumber : Usman dan Akbar (1995) dalam Sahetapy (1999)

Hasil analisis korelasi secara keseluruhan, yaitu pada tahun pengamatan 1997 sampai dengan 2000 menunjukkan bahwa EPS mempunyai hubungan yang signifikan terhadap return saham. Hal ini berarti bahwa EPS merupakan indikator

yang harus diperhatikan investor jika tujuannya ingin memperoleh capital gain atas perubahan harga saham.

4.4. Pengujian Asumsi Klasik

Sebelum menginterpretasikan hasil analisis regresi, perlu adanya uji model regresi terhadap asumsi klasik agar variabel independen sebagai estimator atas variabel dependen tidak bias.

a. Pengujian Gejala Multikolinearitas

Pengujian asumsi ini adalah dengan cara melakukan uji korelasi antar variabel independen dengan matriks korelasi. Bila ada variabel yang mempunyai korelasi kuat, maka variabel-variabel yang berkorelasi tersebut mengisyaratkan adanya gejala multikolinearitas. Cooper dan Emory (1991) menegaskan bahwa jika koefisien korelasi diantara variabel independen lebih besar atau sama dengan 0.8, berarti terdapat gejala multikolinearitas pada model yang dikembangkan. Analisis multikolinearitas dapat dilakukan dengan cara menganalisis matrik korelasi variabel-variabel bebas, selain itu adalah dengan melihat nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF). Hasil output dari SPSS adalah sebagai berikut :

Tabel 4.6.

Matrik Korelasi antara Variabel Bebas

| | | MVA | OI | EPS |
|-----------------------|-----|-------|-------|-------|
| Koefisien Korelasi | MVA | 1.000 | .125 | .122 |
| | OI | .125 | 1.000 | .199 |
| | EPS | -.122 | -.199 | 1.000 |

Sumber : Data sekunder yang diolah

Tabel 4.7.

Nilai toleransi dan VIF Variabel Bebas

| | Nilai Toleransi | VIF |
|-----|--------------------|-------|
| MVA | .975 | 1.026 |
| OI | .950 | 1.053 |
| EPS | .951 | 1.052 |

Sumber : Data sekunder yang diolah

Jika dilihat dari hasil output SPSS tabel 4.6. di atas maka terlihat koefisien korelasi antara variabel independen sangat kecil sehingga model regresi bebas dari gejala multikolinearitas. Pada tabel 4.7. yang menunjukkan nilai tolerance dan variace inflation factor (VIF), dihasilkan bahwa bahwa tidak ada variabel bebas yang mempunyai nilai tolerance kurang dari 10%, selain itu nilai VIF menunjukkan bahwa tidak ada variabel bebas yang mempunyai nilai VIF lebih

dari 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada gejala multikolinearitas dalam model regresi yang digunakan.

b. Pengujian Gejala Autokorelasi

Autokorelasi terjadi karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain. Pada data *cross section* masalah autokorelasi relatif jarang terjadi. Hasil analisis gejala autokorelasi dengan menggunakan program SPSS 10 yang menggunakan uji Durbin Watson adalah sebagai berikut :

Tabel 4.8.

Hasil Uji Durbin Watson

| R | R ² | $\overline{R^2}$ | Durbin-Watson |
|------|----------------|------------------|---------------|
| .262 | .069 | .044 | 1.625 |

Sumber : Data sekunder yang diolah

Dari hasil output di atas diketahui bahwa nilai Durbin Watson (DW) adalah 1.625, nilai ini dibandingkan dengan nilai tabel dengan menggunakan derajat kepercayaan 5%, jumlah sampel 29 dan jumlah variabel bebas 3, maka di tabel Durbin Watson didapatkan nilai du atau batas atas adalah 1.54. Karena nilai Durbin Watson dari output SPSS menunjukkan nilai 1.625 dan lebih besar daripada batas atas (du) yaitu 1.54 (tabel 4.9) maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi pada model regresi.

Tabel 4.9.

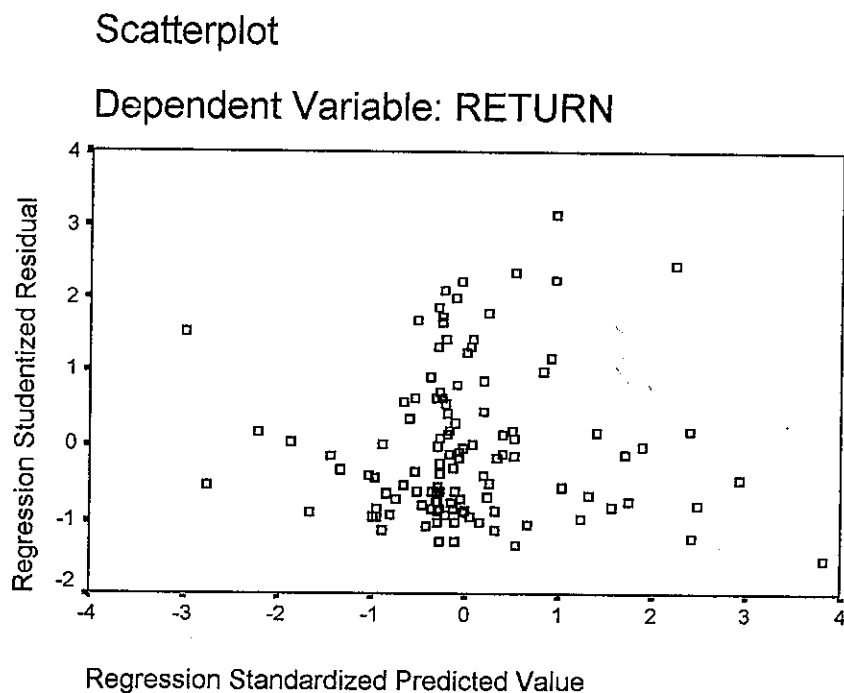
Perbandingan DW hitung dan DW tabel

| DW hitung | DW tabel | |
|-----------|----------|------|
| | dl | du |
| 1.625 | 1.10 | 1.54 |

Sumber : Data sekunder yang diolah

c. Pengujian Gejala Heteroskedastisitas

Model regresi yang baik adalah model yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Pengujian gejala heteroskedastisitas dengan program SPSS salah satunya dapat dilihat dari grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (ZRED) dengan residualnya (SRESID). Dengan program SPSS dihasilkan plot ZRED dan SRESID sebagai berikut :



Gambar 4.1. Plot ZRED dengan SRESID

Dengan melihat grafik scatterplots di atas, terlihat titik-titik menyebar secara acak, serta tersebar baik di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada gejala heteroskedastisitas pada model regresi.

Uji heteroskedastisitas juga dapat dilakukan dengan uji Gletsjer dimana variabel terikat diubah menjadi bentuk mutlak atau absolut, sehingga model regresi menjadi sebagai berikut :

$$|Y| = \alpha + \beta_1 MVA + \beta_2 OI + \beta_3 EPS$$

Dimana $|Y|$ adalah nilai absolut dari return saham.

Jika variabel bebas mempunyai tingkat signifikansi yang lebih besar dari 5%, maka tidak terjadi heteroskedastisitas. Dengan SPSS dihasilkan tingkat signifikansi masing variabel bebas sebagai berikut :

Tabel 4.10.
Hasil uji Gletsjer

| Variabel | Signifikansi |
|----------|--------------|
| MVA | 0.536 |
| OI | 0.708 |
| EPS | 0.513 |

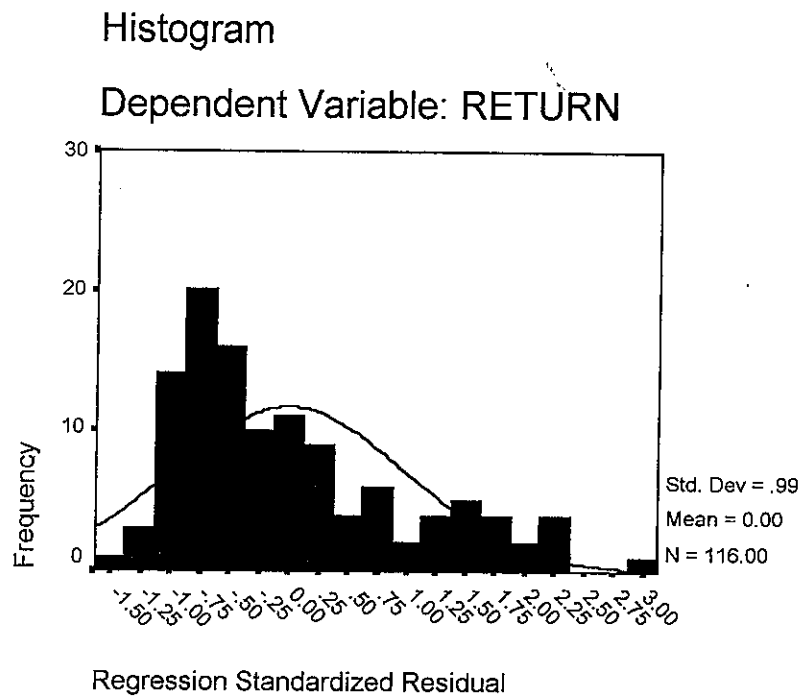
Sumber : Data sekunder yang diolah

Dari hasil di atas maka terlihat bahwa model regresi tidak terjadi gejala heteroskedastisitas, karena tingkat signifikansi variabel bebas lebih besar daripada 5%.

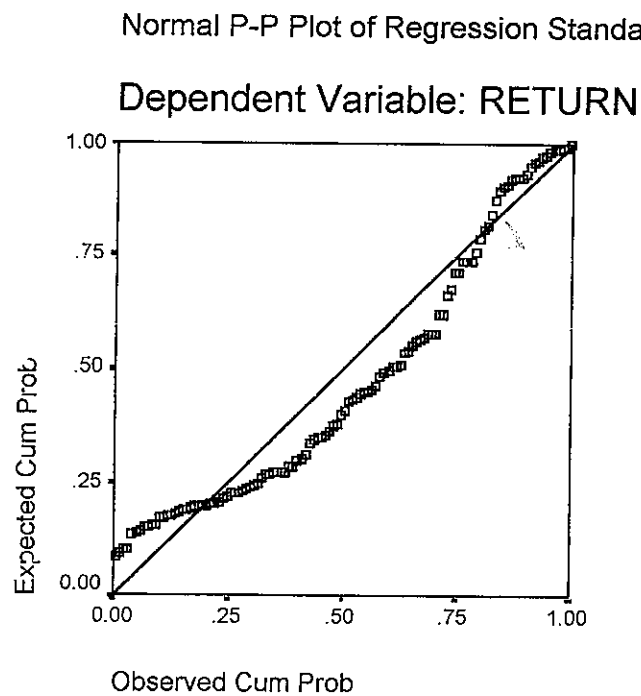
d. Pengujian Normalitas

Uji ini bertujuan untuk menguji apakah variabel-variabel yang digunakan dalam regresi berdistribusi normal atau tidak. Untuk menguji apakah variabel yang ada berdistribusi normal atau tidak salah satunya dengan melihat hasil output SPSS berupa normal probability plot atau dengan melihat histogram

yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati normal. Hasil output SPSS adalah sebagai berikut :



Gambar 4.2. Histogram



Gambar 4.3. Normal Probability Plot

Dari output SPSS di atas yaitu pada grafik histogram terlihat bahwa grafik histogram memberikan pola distribusi yang mendekati normal. Sedangkan dalam *normal probability plot* terlihat bahwa plot atau garis yang menggambarkan data mengikuti garis diagonalnya, sehingga model regresi dapat dipakai karena memenuhi syarat normalitas.

4.5. Analisis Regresi

Analisis ini menggunakan data gabungan 29 perusahaan selama periode 4 tahun pengamatan dari tahun 1997 sampai dengan 2000. Dengan menggunakan program SPSS 10 dihasilkan output analisis regresi sebagai berikut :

Tabel 4.11.

Hasil Analisis Regresi Antara MVA, OI dan EPS

| R | R ² | Adjusted R ² | F hitung | Signifikansi |
|------|----------------|-------------------------|----------|--------------|
| .262 | .069 | .044 | 2.762 | .045 |

| Variabel | Koefisien Regresi (Unstandardized) | Koefisien Regresi (Standardized) | t hitung | Signifikansi |
|-----------|------------------------------------|----------------------------------|----------|--------------|
| (konstan) | 9.395E-02 | | 1.205 | .231 |
| MVA | 1.494E-08 | .089 | .963 | .338 |
| OI | 1.932E-08 | .019 | .206 | .837 |
| EPS | 1.937E-04 | .231 | 2.471 | .015 |

Sumber : Data sekunder yang diolah

Dari hasil diatas dapat dijelaskan, uji F dalam persamaan regresi digunakan untuk menguji kelayakan model regresi. Dengan analisis ini dapat diuji apakah ketiga variabel independen ini sebagai wakil kinerja perusahaan secara simultan atau secara bersama-sama dapat menjelaskan return saham di Pasar Modal Indonesia. Berdasarkan uji F pada taraf uji 5% ternyata hasil analisis menghasilkan Fhitung

2.762 dengan nilai signifikansi 0.05 (lebih kecil dari 0.05), hasil ini menunjukkan bahwa MVA, OI dan EPS secara bersama-sama (simultan) signifikan dalam menerangkan return saham.

Sedangkan untuk uji parsial, dari hasil di atas menunjukkan nilai signifikansi variabel EPS menunjukkan nilai 0.015. Nilai tersebut lebih kecil daripada 0.05 sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel EPS berpengaruh terhadap return saham. Sedangkan variabel OI dan MVA mempunyai nilai signifikansi sebesar 0.837 dan 0.338, nilai tersebut jauh di atas 0.05 sehingga kedua variabel tersebut tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap return saham.

Dari hasil output SPSS, maka model yang diperoleh untuk menunjukkan pengaruh EPS, OI dan MVA terhadap return saham adalah :

$$Y = 9.395E-02 + 1.494E-08MVA + 1.932E-08OI + 1.937E-04EPS$$

Arti dari model ini adalah bahwa perubahan dalam return saham merupakan fungsi dari EPS, OI dan MVA. Bahwa setiap penambahan satu satuan MVA akan menambah Y sebesar 1.494E-08Y, setiap penambahan satu satuan OI akan menambah Y sebesar 1.932E-08Y dan untuk setiap penambahan satu satuan EPS akan menambah Y sebesar 1.937E-04Y.

Persamaan di atas menunjukkan bahwa perubahan atau variasi return saham secara dominan adalah dipengaruhi oleh perubahan Earning Per Share (EPS). Hal ini ditunjukkan dengan koefisien regresi yang dihasilkan dari variabel EPS yang lebih besar dibandingkan koefisien regresi variabel lain.

Estimasi R^2 sebesar 0.044 menunjukkan bahwa 4,40% dari variasi return saham manufaktur di Bursa Efek Jakarta pada kurun waktu 1997 sampai dengan tahun 2000 mampu dijelaskan oleh variabel EPS, OI dan MVA. Secara umum estimasi linier untuk data silang (*cross-section*) akan menghasilkan koefisien determinasi (R^2) yang relatif rendah karena adanya variasi yang besar antar masing-masing pengamatan. Sementara sisanya sebesar 95.6%, variasi return saham dijelaskan oleh determinan lain di luar variabel independen di atas.

4.6. Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini adalah menggunakan pengujian hipotesis secara parsial maupun secara simultan. Dimana pengujian secara parsial variabel independen terhadap variabel dependen didasarkan pada uji t, dimana nilai signifikansi tiap-tiap variabel yang ada lebih kecil dari 0.005 (5%) maka hipotesis dapat diterima, sebaliknya jika t hitung lebih besar dari 0.005 maka hipotesis ditolak.

Pengujian hipotesis pengaruh variabel-variabel independen secara simultan didasarkan pada uji F, dimana jika nilai F hitung besar dan nilai signifikansinya lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak. Berikut adalah hipotesis dalam penelitian ini :

Ha1 : Terdapat pengaruh positif MVA terhadap return saham

Ha2 : Terdapat pengaruh positif OI terhadap return saham

Ha3 : Terdapat pengaruh positif EPS terhadap return saham

Ha4 : MVA, OI dan EPS secara bersama-sama berpengaruh terhadap return saham

Uji t dan uji F dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan program SPSS dengan hasil sebagai berikut :

a. Uji t (parsial)

Dari hasil analisis regresi yang ada menunjukkan bahwa sebenarnya ketiga variabel bebas berpengaruh positif terhadap variabel terikat, dalam hal ini adalah return saham. Tetapi jika dilihat dari nilai signifikansinya, hanya variabel EPS yang mempunyai signifikansi di bawah 5% sehingga hanya variabel EPS yang berpengaruh signifikan terhadap return saham.

Dilihat dari nilai thitung maka variabel bebas yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel terikat jika thitung masing variabel bebas lebih besar dari t tabel. Dalam penelitian ini t tabel adalah 1.708.

Tabel 4.12.

Hasil Uji t (Parsial)

| Hipotesis | t hitung | Signifikansi | Keterangan |
|-----------|----------|--------------|------------|
| Ha1 | .963 | .338 | Ditolak |
| Ha2 | .206 | .206 | Ditolak |
| Ha3 | 2.471 | .015 | Diterima |

Dari hasil tersebut terlihat bahwa t hitung yang lebih besar dari 1.708 adalah variabel EPS dengan t hitung 2.471, dengan tingkat signifikansi 0.015 (dibawah 5%). Dengan demikian hanya hipotesis ketiga yang diterima, yaitu EPS berpengaruh positif terhadap return saham.

b. Uji F (simultan)

Tabel 4.13.

Hasil Uji F (Simultan)

| Hipotesis | F hitung | Signifikansi | Keterangan |
|-----------|----------|--------------|------------|
| Ha4 | 2.762 | .045 | Diterima |

Uji F adalah untuk menguji apakah ketiga variabel bebas secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel terikat. Dimana Fhitung harus lebih besar dari Ftabel, dan tingkat signifikansi untuk uji ini harus dibawah 5%. Ftabel dalam penelitian ini adalah 2.50. Dari tabel di atas terlihat bahwa nilai F hitung sebesar 2.762, sehingga Fhitung lebih besar daripada Ftabel. Sedangkan nilai signifikansinya adalah 0.045 (dibawah 5%), sehingga dapat disimpulkan bahwa ketiga variabel bebas secara bersama-sama (simultan) berpengaruh terhadap variabel terikat.

Analisis regresi menghasilkan bahwa ketiga variabel bebas mempunyai pengaruh positif terhadap return saham sebagai variabel terikat. Tetapi jika dilihat dari nilai signifikansinya maka hanya variabel EPS yang berpengaruh signifikan terhadap return saham yaitu dengan t hitung 2.471 dan nilai signifikansi 0.015 (dibawah 5%). Sedangkan variabel MVA dan OI mempunyai nilai signifikansi 0.338 dan 0.837 (jauh di atas 5%) menunjukkan bahwa variabel MVA dan OI tidak signifikan dalam menjelaskan return saham.

Dengan melihat hasil dari analisis korelasi dan regresi yang ada, variabel EPS merupakan variabel yang paling diperhatikan oleh investor di Bursa Efek Jakarta

dibandingkan dengan variabel MVA dan OI, walaupun secara umum kondisi pada tahun pengamatan yaitu tahun 1997 sampai dengan 2000, terdapat berbagai faktor fundamental lain di luar kinerja finansial perusahaan yang sangat mempengaruhi pasar modal Indonesia. Kondisi politik yang bergejolak dengan turunnya pemerintahan Orde Baru. Sektor ekonomi yang nyaris hancur akibat terdepresiasinya nilai rupiah oleh dolar Amerika sampai tingkat kurs Rp.17.000 per dolar Amerika, yang menyebabkan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta mempunyai hutang yang membengkak karena selisih kurs yang tinggi, sehingga pada kurun waktu tersebut banyak perusahaan mengalami penurunan kinerja keuangan. Hal tersebut sangat berpengaruh pada harga saham perusahaan manufaktur yang sebagian memang mempunyai hutang dalam bentuk valuta asing, sehingga saham-saham manufaktur sampel penelitian banyak yang mengalami return negatif akibat penurunan harga saham, jika ada yang mempunyai return positif, itupun tidak menunjukkan return yang relatif besar. Selain itu kondisi sosial masyarakat Indonesia yang pada saat itu penuh dengan kerusuhan di berbagai wilayah Indonesia juga menyebabkan investor-investor asing menarik modalnya dari Indonesia karena alasan keamanan sehingga sangat berpengaruh juga terhadap permintaan (demand) saham di pasar modal Indonesia bahkan para investor asing tersebut justru menjual saham-saham mereka yang menyebabkan turunnya harga saham.

Hipotesis yang menyatakan bahwa variabel EPS berpengaruh positif terhadap return saham dapat diterima, karena EPS adalah merupakan kinerja keuangan perusahaan yang mencerminkan laba bersih perusahaan per lembar saham yang diterbitkan oleh emiten. Karena berhubungan dengan laba bersih perusahaan, maka

semakin besar EPS maka investor akan menganggap bahwa perusahaan tersebut mengalami peningkatan (growth) dalam laba bersihnya, sehingga akan banyak investor memburu saham tersebut yang akan mengakibatkan harga saham meningkat.

Walaupun variabel OI berpengaruh positif terhadap return saham, tetapi tidak signifikan dalam menjelaskan return saham. Hal ini mungkin terjadi karena meskipun OI merupakan laba kotor dari perusahaan, tetapi laba tersebut belum dibebani oleh pembayaran bunga atas hutang dan pajak. Sedangkan pada saat krisis ekonomi terjadi di Indonesia banyak perusahaan di Indonesia terutama perusahaan di sektor manufaktur, banyak mengalami kerugian dalam pendapatan bersih (net income) mereka karena adanya pembayaran bunga atas hutang berbentuk valuta asing yang membengkak akibat terdepresiasinya rupiah oleh dolar Amerika, sehingga operating income dianggap oleh investor tidak mencerminkan dari kinerja perusahaan.

Variabel MVA pada hasil analisis regresi menunjukkan pengaruh positif terhadap return saham, tetapi pengaruh tersebut tidak signifikan. Hal ini kemungkinan disebabkan karena perubahan harga saham (volatilitas) di pasar tidak sebanding dengan perubahan struktur ekuitas (equity) dari perusahaan, sehingga investor cenderung akan lebih memperhatikan profitabilitas perusahaan dibandingkan dengan total ekuitas atau struktur modal dari perusahaan, karena profitabilitas perusahaan akan menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, dimana pada kondisi perekonomian yang tidak stabil, para investor akan menilai perusahaan yang layak dibeli sahamnya adalah perusahaan yang dapat mempertahankan bahkan meningkatkan laba bersihnya.

Dengan adanya hasil analisis bahwa hanya EPS yang berpengaruh signifikan terhadap return saham dibanding variabel lainnya, selain itu juga karena adanya kondisi politik, ekonomi, sosial dan keamanan yang sangat tidak mendukung di Indonesia menyebabkan hasil penelitian menunjukkan koefisien determinasi (R^2) yang sangat rendah yaitu 4,4% yang berarti bahwa 95,6% variasi return saham dipengaruhi oleh faktor-faktor atau variabel lain diluar variabel penelitian. Sehingga hasil yang ada memang menunjukkan bahwa pada saat periode pengamatan, para investor kemungkinan cenderung lebih melihat kepada faktor-faktor makro antara lain kondisi ekonomi makro, keamanan dan kestabilan politik dan sosial, dibandingkan dengan fundamental mikro perusahaan (emiten).

Dari hasil penelitian, maka penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Sahetapy (1999) dan Wood (2000) yang menghasilkan bahwa EPS lebih dominan dalam menjelaskan return saham, walaupun dalam situasi dan kondisi pasar modal yang tidak stabil. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Irwansyah (2001) yang menghasilkan bahwa variabel MVA mempunyai pengaruh yang lebih kuat terhadap return saham dibandingkan ukuran kinerja EVA dan ROA, bahkan dalam penelitian ini variabel MVA tidak signifikan dalam menjelaskan return saham. Selain itu hasil penelitian ini juga bertentangan dengan hasil penelitian yang dikemukakan oleh Dodd dan Chen (1998) bahwa operating income (OI) merupakan suatu ukuran kinerja keuangan yang harus diperhitungkan dalam

memprediksi return saham, bahkan dalam penelitian ini OI tidak signifikan dalam menjelaskan return saham.

BAB V

SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Kesimpulan

1. Dalam penelitian ini terbukti bahwa earning per share (EPS) mempunyai pengaruh yang paling kuat dengan return saham. Hal ini ditandai dengan koefisien korelasi dan regresi yang lebih tinggi dibandingkan dengan variabel lain. Hal ini berarti return saham mempunyai kepekaan yang cukup tinggi dibanding variabel lainnya terhadap perubahan earning per share (EPS).
2. Dilihat dari uji F, maka earning per share (EPS), Market Value Added (MVA) dan operating income (OI) secara simultan dapat digunakan untuk memprediksi return saham.
3. Dari hasil uji t (uji parsial) maka hanya variabel EPS yang mempengaruhi variasi dalam return saham secara signifikan pada taraf uji 5%, sedangkan variabel MVA dan OI tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap variasi return saham pada taraf uji yang sama.
4. Hasil koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.044 berarti hanya 4,4% dari variasi return saham pada kurun waktu penelitian, mampu dijelaskan oleh variasi himpunan variabel EPS, MVA dan OI. Dengan kata lain bahwa 95,6% variasi dalam return saham dijelaskan oleh variabel lain di luar penelitian ini.

5.2. Implikasi Teoritis

Dengan melihat nilai F hitung, maka dapat disimpulkan bahwa ukuran kinerja keuangan seperti MVA, OI dan EPS secara simultan berpengaruh terhadap return saham. Sehingga hasil penelitian ini mempunyai implikasi teoritis bahwa investasi pada saham bisa dilakukan dengan melakukan analisis terhadap kondisi fundamental perusahaan yang dalam hal ini adalah ukuran-ukuran kinerja keuangan perusahaan atau rasio-rasio keuangan perusahaan. Dengan melakukan analisis tersebut akan dapat membantu pemakai laporan keuangan perusahaan (emiten) untuk memprediksi tingkat pengembalian (*return*) saham dan pengambilan keputusan.

5.3. Implikasi Kebijakan Manajerial

Berdasarkan hasil analisis, akan dikemukakan implikasi kebijakan yang terutama ditujukan bagi para investor di pasar modal khususnya adalah bursa saham. Dari hasil penelitian yang ada menghasilkan nilai determinasi yang rendah yaitu 4,4% yang berarti bahwa 95,6% variasi return saham dipengaruhi faktor-faktor lain di luar variabel penelitian yang menurut para peneliti terdahulu merupakan ukuran kinerja yang mempunyai hubungan yang paling kuat dengan return saham. Hal ini disebabkan karena dari ketiga variabel bebas hanya EPS yang mempunyai pengaruh yang paling signifikan dengan return saham, sedangkan variabel OI dan MVA tidak berpengaruh signifikan terhadap return

saham. Dengan demikian, dari hasil penelitian ini variabel EPS masih dapat dianggap sebagai prediktor yang baik dalam memprediksi return saham, atau dengan kata lain investor bisa memperkirakan secara kasar return saham suatu emiten dengan memperhatikan nilai EPS.

Sebagai investor, dalam menanamkan modalnya tetap harus memperhatikan alat ukur kinerja keuangan yang lain dan bahkan posisi keuangan perusahaan seperti jumlah kewajiban jangka panjang maupun jangka pendek, perbandingan hutang dan modal sendiri, total aset, dan berbagai faktor-faktor fundamental mikro perusahaan lainnya.

Rendahnya koefisien determinasi kemungkinan disebabkan juga oleh pengaruh kondisi perekonomian Indonesia yang tidak stabil akibat kondisi politik dan keamanan yang tidak mendukung pada kurun waktu pengamatan, sehingga dalam memprediksi tingkat keuntungan saham investor tetap harus memperhatikan faktor-faktor makro tersebut, tidak cukup dengan menganalisis fundamental kinerja perusahaan saja. Selain itu juga harus tetap menggunakan analisis teknikal yang ada di pasar modal itu sendiri, seperti memperhatikan volatilitas harga saham, frekuensi perdagangan saham, selisih harga penawaran dan permintaan (*bid-ask spread*), dan memperhitungkan jumlah permintaan dan penawaran saham yang ada.

5.4. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini hanya menggunakan sampel 29 emiten yang berasal dari sektor manufaktur. Walaupun sektor manufaktur merupakan sektor yang paling dominan di Bursa Efek Jakarta dan dianggap bisa mewakili dari sektor yang lain, akan lebih baik jika penggunaan sampel ditambah dengan sektor yang lain atau bahkan seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data tahunan dari perusahaan-perusahaan yang mengeluarkan laporan tahunan, akan lebih baik jika penelitian ada penelitian lanjutan yang didasarkan pada data semesteran ataupun kuartalan, sehingga variasi data yang ada akan lebih kompleks dan diharapkan akan mendapatkan hasil yang lebih akurat.

Dengan melihat nilai koefisien determinasi yang rendah yaitu 4,4%, maka perlu adanya penambahan variabel, baik itu variabel fundamental mikro perusahaan maupun variabel makro seperti inflasi, tingkat pajak dan sebagainya.

5.5. Agenda Penelitian Mendatang

Penulis menganjurkan agar penelitian mendatang dapat dilakukan dengan menggunakan data-data kinerja perusahaan tiap semesteran maupun kuartalan sehingga diharapkan hasil dari penelitian akan lebih akurat, terutama dalam perhitungan return saham perusahaan.

Penelitian mendatang hendaknya dapat digunakan variabel MVA, OI yang dibagi dengan kapitalisasi pasar seperti yang digunakan dalam penelitian

Irwansyah (2001) sehingga nilai MVA dan OI dapat berupa prosentase, yang diharapkan koefisien regresi yang ada akan semakin tinggi. Selain itu perlu ditambahkan ukuran kinerja yang lain seperti Price Per Book Value (PBV), Debt to Equity Ratio (DER) dan sebagainya, yang diharapkan akan meningkatkan nilai R^2 (koefisien determinasi) sehingga model yang ada akan dapat digunakan untuk memprediksi return saham lebih akurat.

Daftar Referensi

- Ang, Robert, 1997, *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market)*, Mediasoft Indonesia.
- Biddle, G.C. et.al., 1997, "Evidance on EVA", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.10 No.2
- _____ ; 1998, "Economic Value Added : Some Empirical EVAdance", *Journal of Managerial Finance*, Vol. 24 No.11.
- Bowlin, O.D.et.al., 1990, *Guide to Financial Analysis* 2nd ed., Singapore, McGraw-Hill Publishing Company.
- ✓ Dodd, J.L., dan Chen, S., 1997, " Economic Value Added (EVATM) : An Empirical Examination of A New Corporate Measure", *Journal of Managerial Issues*, Vol.IX No.3 Fall
- _____ , 1996, "EVA : A New Panacea?", *Business Forum, B&E Review*, July-Sept
- _____ , 1998, "Usefulness of Operating Income, Residual Income, and EVA : A Value-Relevance Perspective", *Working Paper at 1998 MBAA Conference*, Chicago, Illinois, March.
- Gapenski, L.C., 1993, "Using MVA and EVA to measure financial performance"; *Healthcare Financial Management*, p : 56-59.
- Harris T.S., 1993, "Earnings as a Explanatory Variabel for Returns", *Journal of Accounting Research*, Spring.
- Harnanto, 1991, *Analisis Laporan Keuangan*, ed.1 Yogyakarta : Unit Penerbit dan Percetakan AMP YKPN.
- ✓ Horne, J.C., 1983, *Financial Management and Policy*, 6th ed., New York, Prentice Hall"
- Imam Ghozali, 2002, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Edisi ke-2, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Indonesian Capital Market Directory*, 1997 - 2000.

- Irwansyah, 2001, *Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan Alat Ukur EVA, MVA dan ROA terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur di BEJ*, Tesis Progra Pasca Sarjana Magister Manajemen, Universitas Diponegoro. (unpublished)
- Keown, Arthur J., 1996, *Basic Financial Management* 7th Edition, Prentice Hall – New York.
- Koesno, 1990, “Analisis Praktis untuk Memilih dalam Membeli Saham”, *Info Pasar Modal* I No.3, h.59-61.
- ✓ Lehn, K. dan Makhija A.K.; 1996, “EVA & MVA as Performance Measures and Signals for Strategic Change”, *Strategic and Leadership*, May/June, p: 34-38.
- ✓ Makelainen, Esa, 1999, “Introduction of Economic Value Added”, <http://www.evanomics.com>.
- ✓ Mike Rousana, 1997, “Memanfaatkan EVA untuk Menilai Perusahaan di Pasar Modal Indonesia”, *Usahawan* XXVI No.4, April.
- Player, S., 2000, “Creating Shareholder Value”, *Business Finance Magazine*.
- Rosen, D., 2000, “There’s more to operating income than meets the eye”, <http://www.bankrate.com>.
- Sumariyah, 1997, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- ✓ Sahetapy, Telly T., 1999, *Analisis Keterkaitan Kinerja Keuangan (EPS, EVA, ROA dan ROE) dengan Return Saham*, Tesis, Program Pasca Sarjana Magister Manajemen, Universitas Gajah Mada (unpublished).
- Soediyono, 1991; *Analisis Laporan Keuangan : Analisis Rasio*; ed.1, Yogyakarta, Liberty.
- ✓ Suad Husnan, 1990, “Pasar Modal Indonesia Makin Efisienkah? Pengamatan Selama Tahun 1990”, *Usahawan* XX No.6, Juni.
- Wood, N.A.; 2000, “Economic Value Added : Uses, benefits and limitations – A South African Perspective”, *University of South Africa Press*.
- Yogo Purnomo, 1998, “ Keterkaitan Kinerja Keuangan dengan Harga Saham”, *Usahawan* XXVII No.12, Desember.

- Yook, K.C. & McCabe, G.M.; 2001, "MVA and the Cross-Section of Expected Stock Return"; *The Journal of Portfolio Management*; Spring.
- Young, D., 1994, Insead France, "Economic Value Added : A Primer for European Managers", *European Management Journal*, Vol.15 No.4, August.